**Deutscher Bundestag** **Drucksache 19/13977**
**19. Wahlperiode** 14.10.2019

# Antrag

**des Bundesministeriums der Finanzen**

## Griechenland: Vorzeitige teilweise Rückzahlung des ausstehenden Kredites des Internationalen Währungsfonds

1. **Antrag auf Einholung eines zustimmenden Beschlusses des Deutschen Bundestages nach § 3 Absatz 2 Nummer 2 des Stabilisierungsmechanismusgesetzes und**
2. **Antrag auf Einholung eines zustimmenden Beschlusses des Deutschen Bundestages gemäß § 5 Absatz 2 Nummer 1 des ESM-Finanzierungsgesetzes**

*Schreiben des Bundesministeriums der Finanzen – 2019/0858457– vom 14. Oktober 2019*

Anlagen: 6 (jeweils Original und informelle deutsche Arbeitsübersetzung)

| | |
|---|---|
| Anlage 1 | Antrag des griechischen Finanzministers an den ESM<br>-Original- |
| Anlage 1 a | -*informelle deutsche Arbeitsübersetzung*- |
| Anlage 2 | Stellungnahme des ESM zur vorzeitigen teilweisen IWF-Rückzahlung<br>-Original- |
| Anlage 2 a | -*informelle deutsche Arbeitsübersetzung*- |
| Anlage 3 | Schreiben der EFSF an die Eurogruppen-Arbeitsgruppe<br>-Original- |
| Anlage 3 a | -*informelle deutsche Arbeitsübersetzung*- |

Der Bundestag wolle beschließen:

Griechenland hat seine europäischen Partner um Zustimmung gebeten, einen Teil der ausstehenden Kredite des Internationalen Währungsfonds (IWF) vorzeitig zurückzuzahlen. Es geht um die vorzeitige Rückzahlung von bis zu 2,182 Mrd. Sonderziehungsrechten - SZR
(rd. 2,7 Mrd. Euro) des derzeit ausstehenden IWF-Kredits von 6,736 Mrd. SZR (rd. 8,4 Mrd. Euro).

Die beigefügten Dokumente übersende ich mit der Bitte um Zustimmung des Deutschen Bundestages

1. gemäß § 3 Abs. 2 Nr. 2 Stabilisierungsmechanismusgesetz (StabMechG) zu einer Ausnahme von der in der Vereinbarung der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) über eine Finanzhilfefazilität mit Griechenland enthaltenen Klausel über die parallele proportionale vorzeitige Tilgung von EFSF-Darlehen durch Griechenland und
2. gemäß § 5 Abs. 2 Nr. 1 ESM-Finanzierungsgesetz (ESMFinG) zu einer Ausnahme von der in der Vereinbarung des Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) über eine Finanzhilfefazilität mit Griechenland enthaltenen Klausel über die parallele proportionale vorzeitige Tilgung von ESM-Darlehen durch Griechenland.

Damit würde die Bundesregierung ermächtigt, als EFSF-Garantiegeber einem entsprechenden Beschlussvorschlag zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel zuzustimmen und anschließend im EFSF-Direktorium den Beschluss zu billigen, sowie im ESM-Direktorium einem Beschlussvorschlag zur Nichtanwendung der Parallelitätsklausel zuzustimmen.

Begründung

Griechenland hat in einem Schreiben an den ESM (Anlage 1) Zustimmung zu einer vorzeitigen teilweisen Rückzahlung des IWF-Kredits unter Verzicht auf Anwendung der Parallelitätsklauseln der EFSF und des ESM beantragt. Die Finanzhilfevereinbarungen Griechenlands mit der EFSF und dem ESM enthalten Klauseln, die Griechenland im Fall einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF zu einer parallelen Tilgung gegenüber diesen Gläubigern in proportionaler Höhe verpflichten würden („Parallelitätsklauseln“). Der ESM hat zum Antrag Griechenlands Stellung genommen (Anlage 2).

Griechenland beabsichtigt eine vorzeitige Rückzahlung an den IWF von bis zu 2,182 Mrd. SZR (rd. 2,7 Mrd. Euro), um Zinskosten zu reduzieren. Damit würde Griechenland rd. ein Drittel des derzeit noch ausstehenden Kredits des IWF von 6,736 Mrd. SZR (rd. 8,4 Mrd. Euro) vorzeitig zurückzahlen. Griechenland will dafür Erlöse aus bereits am Kapitalmarkt begebenen Anleihen verwenden. Finanzielle Mittel vom Sonderkonto für den Liquiditätspuffer, für das Griechenland auch Auszahlungen des ESM erhalten hat, sollen nicht verwendet werden.

Der ESM hält eine vorzeitige teilweise IWF-Rückzahlung für vorteilhaft für Griechenland. Gründe dafür seien ein verringertes Wechselkursrisiko, Zinseinsparungen von rd. 33 Mio. Euro bis Januar 2021 (dem regulären Rückzahlungsende des vorzeitig zurückzuzahlenden Teils des

IWF-Kredits), eine Glättung des Rückzahlungsprofils und insgesamt eine marginale Verbesserung der Schuldentragfähigkeit. Die Zinseinsparungen ergeben sich, da der betreffende Teil des IWF-Kredits in Folge eines Zinsaufschlages von 3 Prozentpunkten mit einem
Zinssatz von derzeit 4,91 % höher verzinst ist als der durchschnittliche Zinssatz auf die 2019 am Kapitalmarkt begebenen Anleihen von 3,13 %. Im Ergebnis sollte die vorzeitige teilweise IWF-Rückzahlung nach Darstellung des ESM die Fähigkeit Griechenlands zur Bedienung der europäischen Kreditgeber verbessern.

Der IWF bleibt an der Nachprogrammüberwachung unverändert beteiligt. Er nimmt gemeinsam mit den europäischen Institutionen an der Überprüfung vor Ort teil und veröffentlicht eigene Berichte im Rahmen seiner Nachprogrammüberwachung. In Bezug auf die Situation
in Griechenland im Nachprogrammzeitraum führt der ESM die im dritten Bericht der Europäischen Kommission im Rahmen der verstärkten Nachprogrammüberwachung dargestellten verbleibenden Herausforderungen (wie weiterhin hohe Staatsverschuldung, hoher Anteil notleidender Kredite, hohe Arbeitslosigkeit) an. Der ESM verweist in diesem Zusammenhang auf die im griechischen Antrag wiederholte Zusage der Kooperation mit den Institutionen im Hinblick auf die Umsetzung der vereinbarten Reformen.

Der ESM schlägt in seiner Stellungnahme auf Basis der im Antragsschreiben der griechischen Regierung an den ESM enthaltenen Verpflichtung der griechischen Regierung zur Nachprogrammumsetzung, um künftige Risiken zu mindern vor, der vorzeitigen teilweisen IWF-Rückzahlung zuzustimmen und auf die Anwendung der Parallelitätsklauseln der EFSF und des ESM zu verzichten. Die EFSF hat in einem separaten Schreiben an den Vorsitzenden
der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (EAG) die Garantiegeber der EFSF über den griechischen Antrag informiert (Anlage 3). In der Sitzung der EAG am 26./27. September 2019 hat der deutsche Sitzungsvertreter auf die erforderliche Zustimmung des Plenums des Deutschen Bundestages hingewiesen.

Auf Basis der Stellungnahme des ESM unterstützt das BMF den griechischen Antrag. Zwar sind die finanziellen Einspareffekte relativ gering, aber die vorzeitige teilweise Rückzahlung des IWF-Kredits wäre ein positives Signal. Griechenland würde damit dem Vorbild der anderen ehemaligen Programmländer Portugal, Irland und Zypern folgen, die IWF-Kredite vorzeitig zurückgezahlt haben und bei denen mit Zustimmung des Deutschen Bundestages auf die Rechte aus der Parallelitätsklausel verzichtet wurde.

Eine Beschlussfassung auf europäischer Ebene in den EFSF- und ESM-Gremien ist für den 28./29. Oktober 2019 vorgesehen. Ich bitte daher um eine Befassung des Deutschen Bundestages bis zum 24. Oktober 2019.



**HELLENIC REPUBLIC**

16 September 2019

Mr. Klaus Regling
Managing Director
European Stability Mechanism
6a, Circuit de la Foire Internationale, L-1347 Luxembourg

Re: IMF Prepayment

Dear Klaus,

Following up on our prior conversations, I write regarding the Hellenic Republic's proposal to prepay a portion of its outstanding liabilities to the International Monetary Fund using the proceeds of Greek government bonds ("**GGBs**") issued to private sector investors in the international capital markets.

Under the financing facilities that the Republic has entered into with ESM, a prepayment of the IMF facilities would require a proportionate repayment of ESM facilities. The purpose of this letter is to request the ESM's consent to prepay the IMF without a prepayment of the ESM facilities.

The Republic is committed to working closely with its international partners with a view to implementing the agreed reforms and to ensure the Republic's long-term growth and debt sustainability. We believe that the proposed IMF prepayment will have a significant positive impact on the Republic's finances, as it will repay some of the most costly debt currently outstanding. In particular:

(a) the IMF prepayment will mitigate the foreign exchange and interest rate risks that the Republic currently faces in its obligations to the IMF (which are not euro-denominated). Depending on future interest rate and exchange rate movements, this could result in a significant reduction in the Republic's annual debt servicing costs;

(b) the IMF prepayment will result in lower interest costs for the Republic's debt, which will allow for more effective debt management. Specifically, the tranche of the IMF facility to be prepaid has an interest rate of approximately 4.91% and a weighted average maturity of approximately one year, whilst the GGBs which the Republic expects to use to finance such prepayment have a blended coupon of below 3.1% and a weighted average maturity of 7.5 years, resulting in a longer weighted average maturity for the Greek public debt portfolio;

(c) the IMF prepayment will be consistent with the action that each of Ireland, Portugal and Cyprus has agreed with EFSF or the ESM, as applicable, and it will therefore be seen by the markets as further progress towards the normalization of the Republic's finances and, by extension, the finances of the Euro-area as a whole; and

(d) following the prepayment, the Republic will still retain a significant amount of debt owed to the IMF to June 2024, during the post-programme period. This will assure the IMF's continued involvement during that period.

The debt under the ESM facilities is less expensive and has a more advantageous maturity profile than the IMF facilities. As such, it would allow for more efficient debt management to make payments solely to the IMF without a proportionate payment to the ESM. A proportionate repayment of the ESM facilities would mitigate the advantages of the IMF prepayment to the Republic, referred to above.

The Republic notes that if it were to prepay other existing indebtedness with high nominal interest rates (for instance, facilities to the European Investment Bank entered into prior to the "private sector involvement" era), it would incur high indemnity costs as a result of the use of market interest rates as discounting rates in those facilities. This means that the actual prepayment cost of the facilities would be above par and higher than the nominal amounts outstanding. The IMF facilities have more favorable terms than those facilities with respect to early repayments and therefore would be the most effective option for the Republic's ongoing debt sustainability.

The Republic's total outstanding purchases and loans to the IMF is SDR 6,736 million (as of 20 September 2019). The Republic is proposing to prepay up to SDR 2,182 million of that amount, corresponding to the principal payments due in the remainder of 2019, 2020 and mid-January 2021 from the Hellenic Republic.

Due to the improvement in the credit rating and market perception of the Republic, the Republic has proven its ability to raise debt in the market at a lower cost than the cost of the IMF borrowing it is proposing to repay. The Republic has already prefunded the amount it expects to use to prepay the IMF facility from the international debt capital markets through three GGBs issuances: a €2.5bn 10-year benchmark bond issuance with a 3.875% coupon, a €2.5bn 5-year benchmark bond issuance with a 3.45% coupon and a €2.5bn 7-year benchmark bond issuance with a 1.875% coupon.

The Republic is seeking similar consents under financing arrangements with the European Financial Stability Facility.

Please let me know if I can provide any additional information.

Very truly yours,

CStaikouras

Christos Staikouras
Minister of Finance



**HELLENISCHE REPUBLIK**

16. September 2019

Herrn Klaus Regling
Geschäftsführender Direktor
Europäischer Stabilitätsmechanismus
6a, Circuit de la Foire Internationale, L-1347 Luxemburg

Betreff: Vorzeitige Rückzahlung an den IWF

Anrede

Im Nachgang zu unseren Gesprächen nehme ich Bezug auf den Antrag der Hellenischen Republik, mit den Erlösen aus griechischen Staatsanleihen, die auf den internationalen Kapitalmärkten an Anleger des Privatsektors ausgegeben wurden, einen Teil ihrer offenen Verbindlichkeiten gegenüber dem Internationalen Währungsfonds vorzeitig zurückzuzahlen.

Nach den Konditionen der Finanzierungsfazilitäten, die der ESM der Hellenischen Republik gewährt hat, erfordert eine vorzeitige Rückzahlung der IWF-Fazilitäten eine entsprechende teilweise Rückzahlung der ESM-Fazilitäten. Mit diesem Schreiben soll der ESM um Zustimmung zur vorzeitigen Rückzahlung an den IWF ohne eine vorzeitige Rückzahlung der ESM-Fazilitäten ersucht werden.

Die Hellenische Republik sichert zu, bei der Umsetzung der vereinbarten Reformen eng mit ihren internationalen Partnern zusammenzuarbeiten und das langfristige Wachstum sowie die langfristige Schuldentragfähigkeit Griechenlands sicherzustellen. Wir sind der Auffassung, dass die beantragte vorzeitige Rückzahlung an den IWF erhebliche positive Auswirkungen auf die Finanzlage Griechenlands haben wird, da damit ein Teil der teuersten derzeit noch offenen Schulden getilgt wird. Im Einzelnen:

(a) Die vorzeitige Rückzahlung an den IWF wird die Wechselkurs- und Zinsrisiken verringern, die die (nicht auf Euro lautenden) Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF gegenwärtig für Griechenland bergen. In Abhängigkeit von der künftigen Zins- und Wechselkursentwicklung könnten sich die jährlichen Schuldendienstkosten Griechenlands dadurch erheblich reduzieren.

(b) Durch die vorzeitige Rückzahlung an den IWF wird der Zinsaufwand für die griechischen Schulden sinken, sodass ein wirksameres Schuldenmanagement möglich wird. Konkret beträgt der Zinssatz für die zurückzuzahlende Tranche der IWF-Fazilität rund 4,91 % und ihre gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit rund ein Jahr. Dagegen liegt der Mischzinssatz der griechischen Staatsanleihen, mit denen die Hellenische Republik die vorzeitige Rückzahlung zu finanzieren beabsichtigt, bei unter 3,1 % und ihre gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit bei 7,5 Jahren, wodurch sich eine längere gewichtete durchschnittliche Restlaufzeit für das griechische Staatsschuldenportfolio ergibt.

(c) Die vorzeitige Rückzahlung an den IWF wird den Maßnahmen entsprechen, die Irland, Portugal und Zypern jeweils mit der EFSF bzw. dem ESM vereinbart haben, und daher von den Märkten als weiterer Fortschritt hin zu einer Normalisierung der Finanzlage

Griechenlands und damit der Finanzlage des Euro-Währungsgebiets insgesamt gewertet werden.

(d) Nach der vorzeitigen Rückzahlung wird die Hellenische Republik während des Nachprogrammzeitraums bis Juni 2024 weiterhin Schulden in beträchtlicher Höhe gegenüber dem IWF haben. Dadurch wird die weitere Beteiligung des IWF während dieses Zeitraums gewährleistet sein.

Die Schulden im Rahmen der ESM-Fazilitäten sind weniger teuer und verfügen über ein günstigeres Laufzeitprofil als die IWF-Fazilitäten. Infolgedessen würde eine ausschließliche Zahlung an den IWF ohne entsprechende teilweise Zahlung an den ESM ein effizienteres Schuldenmanagement ermöglichen. Eine entsprechende teilweise Rückzahlung der ESM-Fazilitäten würde die vorstehend geschilderten Vorteile der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF für Griechenland schmälern.

Die Hellenische Republik weist darauf hin, dass ihr bei einer vorzeitigen Rückzahlung anderer bestehender Verbindlichkeiten mit hohen Nominalzinssätzen (z. B. Fazilitäten der Europäischen Investitionsbank, die vor der Zeit der „Privatsektorbeteiligung“ gewährt wurden) aufgrund der Heranziehung von Marktzinsen als Abzinsungssätzen bei den betreffenden Fazilitäten hohe Entschädigungskosten entstehen würden. Dadurch lägen die tatsächlichen Kosten der vorzeitigen Rückzahlung der Fazilitäten über pari und wären höher als die ausstehenden Nennbeträge. Die Konditionen der IWF-Fazilitäten sind in Bezug auf vorzeitige Rückzahlungen günstiger als die jener Fazilitäten, weshalb sie mit Blick auf die weitere Schuldentragfähigkeit Griechenlands die wirksamste Option darstellen würden.

Die offenen IWF-Käufe und -Darlehen Griechenlands belaufen sich auf insgesamt 6,736 Mrd. SZR (Stand 20. September 2019). Die Hellenische Republik beantragt die vorzeitige Rückzahlung von bis zu 2,182 Mrd. SZR davon, die den Kapitaltilgungen entsprechen, die sie im Restjahr 2019, im Jahr 2020 und Mitte Januar 2021 leisten müsste.

Dank seines verbesserten Ratings und seiner gestiegenen Marktreputation ist Griechenland inzwischen nachweislich in der Lage, am Markt zu niedrigeren Kosten als denen des IWF-Darlehens, dessen Rückzahlung beantragt wird, Schulden aufzunehmen. Die Hellenische Republik hat den Betrag, den sie für die vorzeitige Rückzahlung der IWF-Fazilität zu verwenden beabsichtigt, bereits an den internationalen Fremdkapitalmärkten vorfinanziert über die Emission dreier griechischer Staatsanleihen: einer zehnjährigen Benchmarkanleihe im Wert von 2,5 Mrd. EUR mit einem Kupon von 3,875 %, einer fünfjährigen Benchmarkanleihe im Wert von 2,5 Mrd. EUR mit einem Kupon von 3,45 % und einer siebenjährigen Benchmarkanleihe im Wert von 2,5 Mrd. EUR mit einem Kupon von 1,875 %.

Im Rahmen von Finanzierungsvereinbarungen mit der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität ersucht die Hellenische Republik um ähnliche Zustimmung.

Bitte teilen Sie mir mit, ob Sie weitere Informationen benötigen.

Grußformel
[Unterschrift]
Christos Staikouras
Finanzminister

ESM Confidential

20 September 2019



# GREECE: EARLY IMF REPAYMENT

## EXECUTIVE SUMMARY

***Greece intends to prepay part of the outstanding loans to the International Monetary Fund.*** *The Greek authorities intend to prepay the amount above 187.5% of IMF quota that bears higher interest rate costs, using cash raised from recent bond issuances.*

***Under the EFSF and ESM loan agreements, an immediate proportional prepayment to each of the EFSF and ESM would become due at the same time as the prepayment to the IMF.*** *By letters dated 16 September 2019, Greece formally indicated its interest in making the IMF prepayment using funding raised through its recent bond issuances, and requested EFSF and ESM to waive their proportionate prepayment rights. The IMF prepayment would be made in a single instalment, following the completion of the formal procedures related to the ESM and EFSF waivers.*

***This early partial repayment to the IMF, without a proportional prepayment to the ESM and EFSF, would be beneficial for Greece.*** *The IMF debt tranche to be prepaid bears an interest rate cost of 4.91%.[1] It will be financed with proceeds of recent bond issuances, which have a blended coupon rate of 3.13%, and a weighted average maturity of 7.3 years. This operation will reduce the foreign exchange rate risk that the sovereign faces, and is expected to generate savings of approximately €33 million until January 2021 (the time of the last instalment of the IMF facility to be prepaid), smoothen the repayment profile and entail savings which will marginally improve debt sustainability. An equivalent prepayment of EFSF/ESM loans would create additional financing costs. In addition, the IMF prepayment would be perceived positively from a market perspective, as long as a reasonable cash buffer and prudent fiscal policies are maintained. On balance, the transaction should improve the overall ability of Greece to repay its obligations to the European creditors.*

***Repayment risks for ESM and EFSF loans remain limited in the short run, while challenges remain in the medium-term as outlined in the 3rd Enhanced Surveillance Report.*** *The economy is gradually recovering, and Greece once again overachieved its primary surplus target in 2018. Greece has also successfully completed several market issuances and benefited from upgrades from rating agencies. However, legacy effects from the crisis – especially high levels of public debt, NPLs and unemployment - remain. Reducing these imbalances down to safer levels will require achieving sustainable economic growth, which in turn critically depends upon Greece delivering of reform commitments. The ongoing 4th post-programme mission is assessing current developments and policies. The 4th enhanced surveillance report is expected later in November.*

***In view of the financial benefits and the limited near-term repayment risk, the ESM and EFSF propose that their respective mandatory prepayment rights under the FFA should be waived to allow for the requested early repayment to the IMF****. Moreover, Greece's commitment – restated in the request*

[1] The figures reported in this note are based on the SDR rate of 13 September 2019.

*letters - to continue the cooperation with the institutions and the implementation of agreed reforms that are conducive to Greece's long-term growth and debt sustainability is welcome. The authorities also commit to pursue prudent fiscal policies, hence ensuring that the early IMF repayment does not deteriorate the EFSF/ESM's position as a creditor.*



## INTRODUCTION

**The Greek government intends to early repay part of its IMF loan ahead of its scheduled maturity.** The current outstanding IMF loan stands at SDR 6.736 billion.[2] On 16 September 2019, Greece sent formal requests to the EFSF and the ESM proposing to prepay the portion of Greece's outstanding liabilities to the IMF that is subject to the 300bps (level and time-based) surcharge, being a tranche amounting up to SDR 2.182 billion[3] (approximately €2.705 billion[4]). The proposed prepayment corresponds to the principal payments due in the remainder of 2019 and 2020 as well as part of the principal payment due on 18 January 2021, and would reduce Greece's liability to 187.5% of its IMF quota, i.e. to SDR 4.554 billion.[5] The early repayment amount corresponds to 32.4% of the total outstanding IMF loan. After the early repayment Greece's remaining IMF exposure will bear an interest rate cost of 1.91%.

**According to the authorities, the proposed prepayment will be funded through the bond issuances completed earlier this year**[6] with a blended coupon of 3.13% and weighted average maturity of 7.3 years. The authorities do not intend to use funds from the cash buffer account.[7] They see that this operation would be beneficial, as the repayment of the high-cost IMF tranche (being Greece's most costly outstanding debt) would have a positive impact on Greece's public finances.

**For Greece to complete the prepayment without triggering parallel payments to EFSF and ESM, waivers under EFSF and ESM lending contracts are needed.** This note assesses potential benefits and risks of IMF prepayments in the context of granting waivers under EFSF and ESM lending contracts. In this context, it focuses on the financial benefits from the early repayment of IMF official loans as well as the implications for Greece's debt sustainability and the position of EFSF and ESM from a creditor's perspective. The analysis is based on the information on the size and the timing of the early repayment operation reflected in the request letters sent by the Greek authorities.

## ANALYSIS OF BENEFITS

**The partial IMF prepayment would be beneficial for Greece for several reasons.**

---

[2] As of 20 September 2019.

[3] A principal payment of SDR 117 million (or about €144 million) was due on 19 September 2019 under the existing payment schedule, which brought the balance subject to surcharges down to SDR 2.182 billion SDR (or about €2.705 billion) on 20 September 2019.

[4] At the exchange rate of €1.24 per 1 SDR as of 17th September 2019.

[5] IMF quota for Greece is SDR 2.430 billion.

[6] Greece issued three bonds in 2019 totalling €7.5 billion: a €2.5 billion 10-year benchmark bond with a 3.875% coupon, a €2.5 billion 5-year benchmark bond with a 3.45% coupon and a €2.5 billion 7-year benchmark bond with a 1.875% coupon.

[7] The cash buffer account holds €15.697 billion, including funds that were disbursed by the ESM during the programme. Use of funds from the cash buffer account would require an additional approval by the ESM Board of Directors for the repurposing of such funds.

- **First, the operation would reduce the foreign exchange rate risk that the sovereign faces.** In particular, IMF obligations are denominated in SDR and the interest rate of the SDR is posted on a weekly basis. As a result, changes in the SDR exchange rate and/or in the SDR base interest rate may lead to increased debt service costs. Repaying part of the obligations using cash reserves financed with fixed funding costs would reduce the vulnerability of public debt to these risks.

- **Second, it would generate some financial benefits due to lower interest costs.** Currently, the high-cost tranche of the IMF loan is Greece's most expensive debt.[8] The proposed prepayment is estimated to generate savings of €33.08 million until January 2021 (the time of the last instalment of the IMF facility to be prepaid). These savings represent the difference between the current IMF rate of 4.91% and the blended coupon rate of 3.13% on recent bond issuances used to fund the prepayment. Since EFSF/ESM interest rates are below the Greek market rates, these benefits would not materialise if the EFSF/ESM would request a prepayment and not grant a waiver.

- **Third, the IMF prepayment would marginally improve debt sustainability.** IMF loans have shorter maturities and higher costs than the bonds issued by Greece in 2019, so front-loading the prepayment of this tranche is beneficial from a debt sustainability perspective. Based on the June 2019 DSA (of the 3rd Enhanced Surveillance report)[9], the prepayment would reduce the debt-to-GDP ratio by 1.1pps in 2019 and by 3pps cumulatively until 2060. Gross financing needs would be lower by 0.7pps by 2060.

- **Last, the IMF prepayment would be perceived positively from a market perspective, as long as a reasonable cash buffer and prudent fiscal policies are maintained.** In published research, analysts have supported buying back expensive IMF loans as it would reinforce the government's commitment to pay back its debts, and improve long-term debt sustainability. At the same time, analysts have argued that maintaining a cash buffer supports credit ratings and helps expand the investor base. Prudent fiscal policies would further improve long-term debt sustainability. The IMF prepayment would therefore send positive signals to the market and credit rating agencies and should further support the market access of the Hellenic Republic. It would also further increase investor interest and achieve a more diversified investor base as long as the cash buffer is maintained and market participants can have confidence in the fiscal policy path.

## OTHER CONSIDERATIONS

**Prepaying the IMF is the most favourable option for Greece and the EFSF/ESM.** The high-cost tranche of the IMF loan is the most expensive loan currently held by the Hellenic Republic. Other facilities

[8] Other facilities with marginally higher interest would require additional costs in case of early repayment that would result in an operation involving those facilities being less beneficial overall.

[9] The 4th Enhanced Surveillance mission (currently underway) will update the DSA assumptions. The DSA in this note is based on the Commission's 2019 Spring forecast and assumes compliance with primary balance targets as well as the full implementation of all medium-term measures to ensure debt sustainability agreed in June 2018. For consistency reasons, the analysis uses the SDR exchange rate that was underlying the June 2019 DSA, and hence uses a prepayment amount of €2.2 billion (compared to €2.7 billion mentioned above). The analysis allows an additional drawdown of the cash buffer by €2.2 billion (compared to the June 2019 DSA) to cover for the prepayment.

with marginally higher interest would require additional costs in case of early repayment that would result in an operation involving those facilities being less beneficial overall. Therefore, prepaying the IMF would be the most effective option for the Republic's ongoing debt sustainability.

**Repayment risks for ESM and EFSF loans remain limited in the short run.** The Greek economy is gradually recovering and Greece once again overachieved its primary surplus target in 2018. The completion of specific reform commitments due for the end of 2018 allowed the implementation of additional debt measures with €970 million in April 2019. Greece has also successfully completed several market issuances and benefited from upgrades from rating agencies. In addition, Greece holds an ample cash buffer reducing rollover risks. Repayment risks remain contained in the short run under the current favourable market conditions if Greece continues to implement prudent economic policies.

**In the medium and long term, which is more relevant from the perspective of the repayment profile of EFSF and EFSM loans, repayment risks are higher as documented in detail in the 3rd Enhanced Surveillance Report**. Legacy effects of the crisis remain as reflected in high levels of public debt, NPLs and unemployment. Reducing these imbalances down to safer levels will require achieving many years of economic growth, and the outcome will critically depend upon Greece maintaining a constructive relationship with the institutions based on the sustained delivery of reform commitments. The medium-term repayment capacity will again be assessed in depth in the context of the 4th enhanced surveillance mission.

**Given that the operation simply foresees front-loading the repayment of the most expensive part of the IMF loan, it will have no implication on the IMF involvement in post-programme monitoring.** With or without the prepayment, Greece retains an exposure to the IMF until December 2022 that imply ongoing IMF monitoring. The IMF's continued involvement in the post-programme period is hence ensured.

## PREPAYMENT REQUIREMENTS ON ESM/EFSF LOANS

**The IMF prepayment requires approvals of the EFSF and ESM Board of Directors to waive proportionate prepayment obligations.** The EFSF and ESM lending documentation contain mandatory repayment provisions when parallel official sector financing is prepaid. The early IMF repayment would trigger obligations under these provisions to make a proportionate prepayment to each of the EFSF and the ESM, of approximately 25.1% of total EFSF debt[10] and 32.4% ESM debt, which would mean a prepayment of €32.8 billion to EFSF and €19.4 billion to ESM (cumulatively €52.2 billion). Such payments are not desirable for the creditor positions of either the EFSF or the ESM and in any case are not feasible, given the high amounts involved. Greece would not be able to fund this obligation and the EFSF and ESM would not be able to accommodate, without costs, such early repayments due to the ESM and EFSF funding structures and the effect of the short-term debt relief measures.

**Taking into account the financial benefits analysis, also a partial waiver (implying a partial payment of either the EFSF or the ESM prepayment obligations for an equivalent amount to the IMF prepayment) is not desirable in the current circumstances. Such an operation would generate costs of €37 million, if EFSF pool funded loans were repaid, – or €42 million, if ESM pool funded loans**

[10] The PSI loans (outstanding balance €29.69 billion) are excluded from the proportionate repayment calculations, since their documentation does not include a mandatory repayment provision in the case an IMF loan is repaid in advance, i.e. the proportionate prepayment applies to €101.2 billion of EFSF outstanding debt.

**were repaid.**[11]. The best interests of each of the EFSF and ESM is served by Greece making the IMF prepayment of high-cost amounts as proposed, without any parallel payments to the EFSF or the ESM.

**Accordingly, each of the ESM and EFSF would need to waive their proportionate prepayment rights.** For the EFSF, this requires approval by the Guarantors, and by the EFSF Board of Directors. For the ESM, this requires approval by the ESM Board of Directors. Following these approvals, each of the EFSF and the ESM would issue contractual waiver documents, enabling the IMF prepayment to go ahead. The Commission has indicated that no waiver is required in relation to GLF loans.

## TERMS AND CONDITIONS OF THE WAIVER

In view of the fact that the prepayment will be executed before end year and benefits and considerations of the operation explained above, EFSF and ESM intend to propose to waive the mandatory repayment obligations to allow for the proposed early partial IMF repayments unconditionally. The unconditional nature of the waiver is based on, *inter alia,* **the Greek government's commitment to post-programme implementation, as set out in the request letters, in order to mitigate future risks.** The ongoing 4th post-programme mission is assessing current developments and policies. The 4th enhanced surveillance report is expected later in November.

## CONCLUSIONS

**The proposed partial early repayment of the IMF is expected to improve Greece's financial position and debt sustainability** by achieving financial benefits and mitigating the foreign exchange risks that stem from the IMF exposure. Following improved market access and investors' confidence, Greece has managed to build sizeable cash buffers that will allow the early prepayment of the most expensive part of the IMF loan. The repayment of the IMF provides cash savings and extends and smoothens the repayment profile. The IMF repayment is beneficial also from the EFSF's/ESM's creditor's perspective.

**Against this backdrop, and** subject to the confirmation of **the Greek government commits to implement the agreed reforms in order to mitigate future risks** it is proposed that the EFSF and ESM Board of Directors authorise the waiver of the EFSF and ESM mandatory prepayment rights to allow for this early IMF repayment.

[11] The average projected interest rate (incl. fees and margin) for the period Oct. 2019-Jan 2021 is for EFSF: 1.11% and ESM: 0.83%. Both those rates are substantially lower than the blended coupon rate of the existing Greek bond issuances of 2019, which amounts to 3.13%, so from a cost perspective choosing to prepay EFSF/ESM will create losses. Unwinding the cash buffer in order to prepay the EFSF or ESM would not carry direct additional funding costs, but is considered disadvantageous for Greece's repayment capacity due to the market views explained above.

## ANNEXES

### A. DSA impact of IMF prepayment

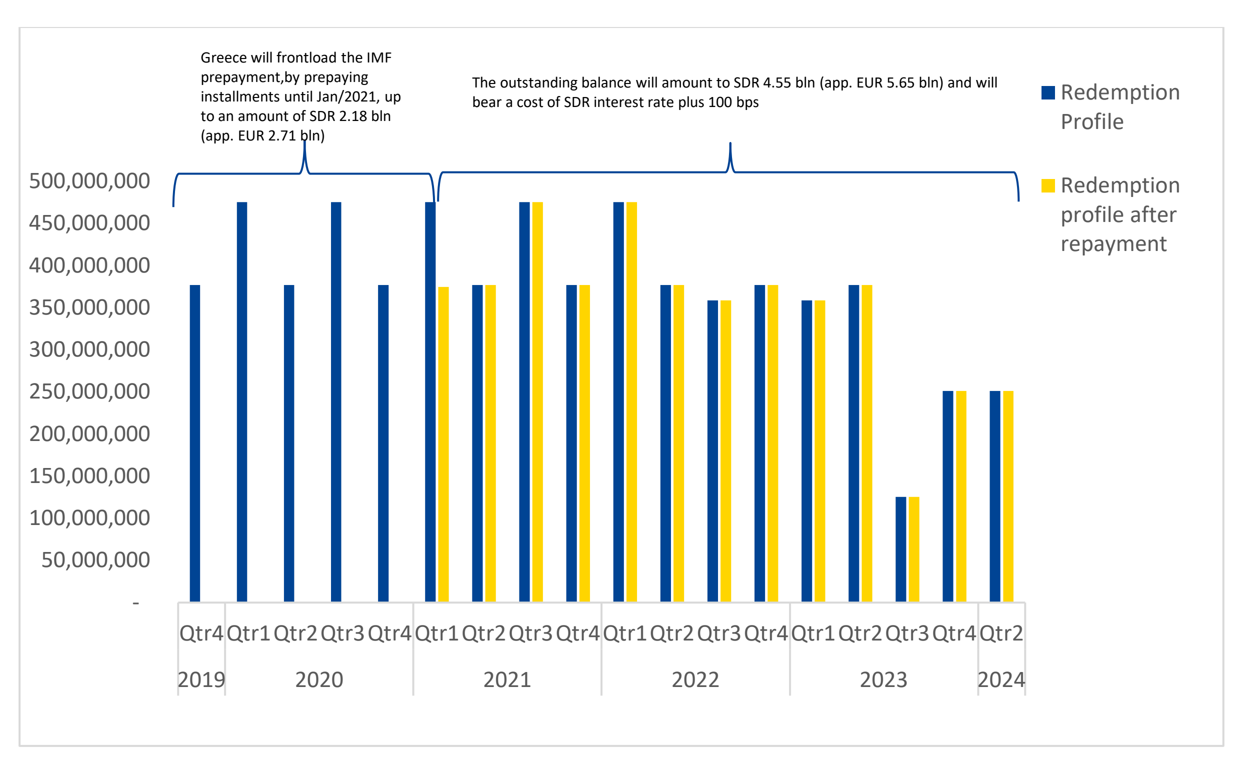
| | | 2019 | 2020 | 2025 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Debt-to-GDP | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance)** | 175.6 | 167.9 | 140.1 | 128.0 | 111.5 | 98.1 | 84.1 |
| | *Impact of IMF repayment* | *-1.1* | *-0.1* | *-1.1* | *-1.2* | *-1.6* | *-2.2* | *-3.0* |
| | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance) incl. IMF repayment** | 174.5 | 167.8 | 139.0 | 126.8 | 109.9 | 95.9 | 81.1 |
| GFN-to-GDP | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance)** | 12.5 | 7.8 | 8.1 | 8.8 | 14.0 | 15.8 | 16.5 |
| | *Impact of IMF repayment* | *0.0* | *0.0* | *-0.5* | *-0.4* | *-0.4* | *-0.5* | *-0.7* |
| | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance) incl. IMF repayment** | 12.5 | 7.8 | 7.6 | 8.4 | 13.6 | 15.3 | 15.9 |

### B. DSA assumptions

| | | 2019 | 2020 | 2025 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Assumptions | **Real growth** | 2.2 | 2.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| | **Deflator** | *1.2* | *1.3* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* |
| | **Primary balance** | 3.5 | 3.5 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |

### C. IMF Redemption profile

Greece will frontload the early repayment of IMF loans. The instalments until January 2021 will be prepaid. The redemption profile before and after the early repayment is shown on the graph below:




### D. Summary of Greece's IMF financial position and of the finacial benefit of the IMF prepayment

The IMF debt of Greece comprises of two parts, (i) first part equals to 187.5% of quota which amounts to SDR 4,554 billion (approx. €5.647 billion) and bears a cost of 1.91% and (ii) a second part above the aforementioned quota that amounts to SDR 2.181 billion (approx. €2.705 billion) and bears a cost of 4.91%. The blended interest rate of the outstanding IMF loan is 2.88% and will decrease to 1.91% after the prepayment takes place.

Greece: IMF financial position

| | SDR | Interest Rate | |
|---|---|---|---|
| Outstanding balance of IMF facility | 6,735,641,679 | 2.88% | Blended Interest Rate |
| Greece Quota | 2,428,900,000 | | |
| 187.5% of Quota | 4,554,187,500 | 1.91% | SDR interest rate plus 100bps |
| Above Quota | 2,181,454,179 | 4.91% | SDR interest rate plus 400bps |

Estimation of IMF's prepayment savings

| | |
|---|---|
| IMF interest cost (above 187.5% of quota) | 4.91% |
| Blended coupon of GR 2019 bond issuances | 3.13% |
| Prepayment amount (bears interest cost of 4.91%) | €2.71 billion |
| Net savings* from the IMF prepayment | €33.08 million |

*The above estimation is based on the assumption that the IMF prepayment takes place on 1/10/2019.




ESM – vertraulich

20. September 2019

# GRIECHENLAND – VORZEITIGE RÜCKZAHLUNG AN DEN IWF



## ZUSAMMENFASSUNG

***Griechenland beabsichtigt, einen Teil der offenen Darlehen an den Internationalen Währungsfonds vorzeitig zurückzuzahlen.*** *Die griechischen Behörden beabsichtigen die vorzeitige Rückzahlung des Betrags oberhalb der IWF-Quote von 187,5 %, auf dem eine höhere Zinsbelastung liegt, und hierfür Mittel aus jüngsten Anleiheemissionen einzusetzen.*

***Gemäß den EFSF- und ESM-Darlehensvereinbarungen wird zeitgleich mit der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF eine sofort zahlbare anteilige vorzeitige Rückzahlung jeweils an die EFSF und den ESM fällig.*** *Mit Schreiben vom 16. September 2019 hat Griechenland offiziell sein Interesse an einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF unter Einsatz von Mitteln aus seinen jüngsten Anleiheemissionen bekundet und EFSF und ESM um Verzicht auf ihre Rechte auf anteilige vorzeitige Rückzahlung ersucht. Die vorzeitige Rückzahlung an den IWF würde in einer einzigen Zahlung erfolgen, nachdem die förmlichen Verfahren im Zusammenhang mit den Verzichterklärungen von ESM und EFSF abgeschlossen sind.*

***Diese vorzeitige teilweise Rückzahlung an den IWF ohne anteilige vorzeitige Rückzahlung an den ESM und die EFSF wäre für Griechenland positiv.*** *Die IWF-Darlehenstranche, die vorzeitig zurückgezahlt werden soll, unterliegt einem Zinssatz von 4,91 %.[1] Die vorzeitige Rückzahlung wird mit Erlösen aus jüngsten Anleiheemissionen finanziert, die eine Mischverzinsung von 3,13 % und eine gewichtete durchschnittliche Laufzeit von 7,3 Jahren aufweisen. Diese Transaktion reduziert das Wechselkursrisiko des griechischen Staates und dürfte voraussichtlich zu Einsparungen von ungefähr 33 Mio. EUR bis Januar 2021 (dem Zeitpunkt der letzten Tranche der IWF-Fazilität, die vorzeitig zurückgezahlt werden soll), zu einer Glättung des Rückzahlungsprofils und zu Einsparungen führen, die eine marginale Verbesserung der Schuldentragfähigkeit bewirken. Eine entsprechende vorzeitige Rückzahlung von EFSF- bzw. ESM-Darlehen würde zusätzliche Finanzierungskosten verursachen. Zusätzlich würde die vorzeitige Rückzahlung an den IWF aus Marktperspektive positiv aufgenommen, solange ein angemessener Kapitalpuffer und eine umsichtige Finanzpolitik beibehalten werden. Alles in allem sollte die Transaktion die Fähigkeit Griechenlands insgesamt verbessern, seine Schulden an die europäischen Gläubiger zurückzuzahlen.*

***Die Rückzahlungsrisiken für die ESM- und EFSF-Darlehen bleiben auf kurze Sicht begrenzt, wohingegen mittelfristig – wie im dritten Bericht über die verstärkte Überwachung dargelegt – noch Herausforderungen bestehen.*** *Die Wirtschaft erholt sich allmählich und Griechenland hat 2018 erneut sein Ziel für den Primärüberschuss übertroffen. Griechenland hat zudem mehrere Marktemissionen erfolgreich abgeschlossen und von Anhebungen seines Ratings durch Ratingagenturen profitiert. Spätfolgen der Krise – ein besonders hohes Niveau bei Staatsverschuldung, notleidenden Krediten und Beschäftigungslosigkeit – sind jedoch noch vorhanden. Diese Ungleichgewichte auf ein sichereres*

[1] Den Angaben in diesem Dokument unterliegt der SZR-Kurs vom 13. September 2019.

*Niveau zu verringern setzt voraus, dass ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum erreicht wird, was wiederum entscheidend davon abhängt, dass Griechenland seine Reformzusagen erfüllt. Im Rahmen der laufenden vierten Nachprogrammüberprüfung (4th post-programme mission) werden aktuelle Entwicklungen und Maßnahmen bewertet. Der vierte Bericht über die verstärkte Überwachung wird für Ende November erwartet.*

***Angesichts der finanziellen Vorteile und der begrenzten kurzfristigen Rückzahlungsrisiken schlagen ESM und EFSF vor, den Verzicht auf ihr jeweiliges Recht auf obligatorische vorzeitige Rückzahlung im Rahmen der Vereinbarung über eine Finanzhilfefazilität (FFA) zu erklären, um die beantragte vorzeitige Rückzahlung an den IWF zu ermöglichen.** Auch wird die – in den Antragsschreiben erneut formulierte – Zusage Griechenlands begrüßt, die Zusammenarbeit mit den Institutionen und die Umsetzung vereinbarter Reformen fortzuführen, die zum langfristigen Wachstum und zur Schuldentragfähigkeit Griechenlands beitragen. Die Behörden verpflichten sich zudem zu einer umsichtigen Finanzpolitik und stellen somit sicher, dass sich die Position von EFSF und ESM durch die vorzeitige Rückzahlung an den IWF nicht verschlechtert.*



## VORBEMERKUNGEN

**Die griechische Regierung beabsichtigt, einen Teil ihres IWF-Darlehens vorzeitig zurückzuzahlen.** Das derzeit ausstehende IWF-Darlehen beläuft sich auf 6,736 Mrd. SZR.[2] Am 16. September 2019 übermittelte Griechenland förmliche Ersuchen an die EFSF und den ESM mit dem Vorschlag, den Teil seiner offenen Verbindlichkeiten an den IWF zurückzuzahlen, der dem Zinsaufschlag von 300 Basispunkten (volumen- und zeitabhängig) unterliegt, wobei es sich um eine Tranche in Höhe von bis zu 2,182 Mrd. SZR[3] (rund 2,705 Mrd. EUR[4]) handelt. Die beantragte vorzeitige Rückzahlung entspricht der im Restzeitraum 2019 und 2020 fälligen Tilgungsleistung sowie einem Teil der am 18. Januar 2021 fälligen Tilgungsleistung und würde Griechenlands Verbindlichkeit auf 187,5 % seiner IWF-Quote, d. h. auf 4,554 Mrd. SZR, reduzieren.[5] Die Höhe der vorzeitigen Rückzahlung entspricht 32,4 % des insgesamt ausstehenden IWF-Darlehens. Nach der vorzeitigen Rückzahlung werden die verbleibenden IWF-Verbindlichkeiten Griechenlands mit 1,91 % verzinst.

**Den Behörden zufolge wird die beantragte vorzeitige Rückzahlung finanziert durch die in diesem Jahr beendeten Anleiheemissionen**[6] mit einer Mischverzinsung von 3,13 % und einer gewichteten durchschnittlichen Laufzeit von 7,3 Jahren. Die Behörden beabsichtigen nicht, Mittel aus dem Liquiditätspufferkonto einzusetzen.[7] Sie wissen um den Nutzen dieser Transaktion, da die Rückzahlung der hochverzinsten IWF-Tranche (der kostspieligsten Schulden Griechenlands) sich positiv auf Griechenlands öffentliche Finanzen auswirken würde.

---

[2] Stand: 20. September 2019.

[3] Eine Tilgungsleistung von 117 Mio. SZR (bzw. rund 144 EUR) war gemäß dem geltenden Auszahlungsplan am 19. September 2019 fällig, wodurch sich der mit Zinsaufschlägen belegte Restbetrag am 20. September 2019 auf 2,182 Mrd. SZR (oder rund 2,705 Mrd. EUR) reduzierte.

[4] Zum Wechselkurs von 1,24 EUR = 1 SZR vom 17. September 2019

[5] Die IWF-Quote für Griechenland beträgt 2,430 Mrd. SZR.

[6] Griechenland hat 2019 drei Anleihen in Gesamtwert von 7,5 Mrd. EUR aufgelegt, davon eine zehnjährige Benchmarkanleihe im Wert von 2,5 Mrd. EUR mit einem Zinssatz von 3,875 %, eine fünfjährige Benchmarkanleihe im Wert von 2,5 Mrd. EUR mit einem Zinssatz von 3,45 % und eine siebenjährige Benchmarkanleihe im Wert von 2,5 Mrd. EUR mit einem Zinssatz von 1,875 %.

[7] Das Liquiditätspufferkonto umfasst 15,697 Mrd. EUR, darunter Mittel, die der ESM während des Programms ausgezahlt hat. Die Verwendung von Mitteln aus dem Liquiditätspufferkonto würde eine zusätzliche Genehmigung durch das ESM-Direktorium betreffend die Umwidmung dieser Mittel erforderlich machen.

**Damit Griechenland die vorzeitige Rückzahlung ausführen kann, ohne gleichzeitige Zahlungen an die EFSF und den ESM auszulösen, sind Verzichterklärungen gemäß den EFSF- und ESM-Darlehensverträgen erforderlich.** In diesem Dokument werden die potenziellen Vorteile und Risiken vorzeitiger Rückzahlungen an den IWF im Kontext möglicher Verzichterklärungen gemäß den EFSF- und ESM-Darlehensverträgen beurteilt. Vor diesem Hintergrund liegt der Schwerpunkt auf den finanziellen Vorteilen aus der vorzeitigen Rückzahlung der offiziellen Darlehen des IWF sowie auf den Auswirkungen für die griechische Schuldentragfähigkeit und die Position von EFSF und ESM aus Gläubigersicht. Der Analyse liegen die Angaben zu Volumen und Zeitpunkt der vorzeitigen Rückzahlung gemäß den von den griechischen Behörden übermittelten Antragsschreiben zugrunde.

## ANALYSE DER VORTEILE

**Die teilweise vorzeitige Rückzahlung an den IWF wäre aus verschiedenen Gründen für Griechenland vorteilhaft.**

- **Erstens würde die Transaktion das Wechselkursrisiko des griechischen Staates reduzieren.** Insbesondere sind alle Verbindlichkeiten gegenüber dem IWF in SZR denominiert und der SZR-Zinssatz wird wöchentlich bekanntgegeben. Daher können Änderungen des SZR-Wechselkurses und/oder des SZR-Basiszinssatzes letztlich zu höheren Schuldendienstkosten führen. Durch die Rückzahlung eines Teils der Verbindlichkeiten unter Verwendung von Barmittelrücklagen, die zu festen Finanzierungskosten finanziert werden, wäre die Staatsverschuldung weniger anfällig gegenüber diesen Risiken.

- **Zweitens würde die Transaktion aufgrund der niedrigeren Zinskosten einige finanzielle Vorteile mit sich bringen.** Derzeit ist die hochverzinste Tranche des IWF-Darlehens die kostspieligste Verbindlichkeit Griechenlands.[8] Mit der beantragten vorzeitigen Rückzahlung werden voraussichtlich Einsparungen in Höhe von 33,08 Mio. EUR bis Januar 2021 erzielt (dem Zeitpunkt der letzten Tranche der IWF-Fazilität, die vorzeitig zurückgezahlt werden soll). Diese Einsparungen entsprechen der Differenz zwischen dem aktuellen IWF-Zinssatz von 4,91 % und dem Mischzins von 3,13 % auf jüngste Anleiheemissionen, die zur Finanzierung der vorzeitigen Rückzahlung eingesetzt werden. Da die Zinssätze von EFSF und ESM unterhalb der griechischen Marktsätze liegen, würden sich diese Vorteile nicht einstellen, wenn EFSF und ESM eine vorzeitige Rückzahlung verlangen und den Verzicht nicht gewähren würden.

- **Drittens würde die vorzeitige Rückzahlung an den IWF die Schuldentragfähigkeit geringfügig verbessern.** IWF-Darlehen weisen kürzere Laufzeiten und höhere Kosten auf als die von Griechenland im Jahr 2019 emittierten Anleihen, daher ist die vorzeitige Rückzahlung dieser Tranche aus Sicht der Schuldentragfähigkeit vorteilhaft. Ausgehend von der Schuldentragfähigkeitsanalyse von Juni 2019 (dritter Bericht über die verstärkte Überwachung)[9] würde die vorzeitige Rückzahlung die Schuldenquote um 1,1 Prozentpunkte

---

[8] Andere Fazilitäten mit geringfügig höherem Zins würden im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung zusätzliche Kosten verursachen, weswegen eine Transaktion im Zusammenhang mit diesen Fazilitäten sich als insgesamt weniger vorteilhaft erweisen würde.

[9] Durch die vierte Mission verstärkter Überwachung (derzeit im Gange) werden die Annahmen in der Schuldentragfähigkeitsanalyse aktualisiert. Die Schuldentragfähigkeitsanalyse beruht auf der Frühjahrsprognose 2019 der Kommission und setzt voraus, dass die Ziele für den Primärsaldo eingehalten und alle im Jahr 2018

im Jahr 2019 und um 3 Prozentpunkte kumulativ bis 2060 senken. Der Bruttofinanzierungsbedarf wäre bis 2060 um 0,7 Prozentpunkte niedriger.

- **Schließlich würde die vorzeitige Rückzahlung an den IWF aus Marktperspektive positiv aufgenommen, solange ein angemessener Kapitalpuffer und eine umsichtige Finanzpolitik aufrechterhalten werden.** In Forschungspublikationen haben Analysten den Rückkauf hochverzinster IWF-Darlehen befürwortet, da hierdurch das Engagement der Regierung, ihre Schulden zurückzuzahlen, gestärkt und die langfristige Schuldentragfähigkeit verbessert wird. Gleichzeitig argumentierten Analysten, dass die Aufrechterhaltung eines Liquiditätspuffers Kreditratings stützt und zur Verbreiterung der Anlegerbasis beiträgt. Eine umsichtige Finanzpolitik würde die langfristige Schuldentragfähigkeit weiter verbessern. Die vorzeitige Rückzahlung an den IWF würde daher positive Signale an den Markt und an Ratingagenturen senden und dürfte den Marktzugang der Hellenischen Republik weiter stärken. Sie würde zudem zu mehr Anlegerinteresse und zu einer diversifizierteren Anlegerbasis führen, solange der Liquiditätspuffer aufrechterhalten wird und die Marktteilnehmer Vertrauen in den finanzpolitischen Kurs haben können.

## SONSTIGE ERWÄGUNGEN

**Eine vorzeitige Rückzahlung an den IWF ist für Griechenland sowie für EFSF und ESM die günstigste Option.** Die hochverzinste Tranche des IWF-Darlehens ist das derzeit kostspieligste Darlehen, das die Hellenische Republik in Anspruch genommen hat. Andere Fazilitäten mit geringfügig höherem Zins wären im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung mit zusätzlichen Kosten verbunden, weswegen eine Transaktion im Zusammenhang mit diesen Fazilitäten sich als insgesamt weniger günstig erweisen würde. Daher ist die vorzeitige Rückzahlung an den IWF für die andauernde Schuldentragfähigkeit der griechischen Republik die wirksamste Option.

**Die Rückzahlungsrisiken für die ESM- und EFSF-Darlehen sind auf kurze Sicht weiterhin begrenzt.** Die griechische Wirtschaft erholt sich allmählich und Griechenland hat 2018 erneut sein Ziel für den Primärüberschuss übertroffen. Spezifische Reformzusagen für Ende 2018 wurden erfüllt, wodurch die Umsetzung zusätzlicher Schuldenerleichterungsmaßnahmen mit 970 Mio. EUR im April 2019 ermöglicht wurde. Griechenland hat zudem mehrere Marktemissionen erfolgreich abgeschlossen und profitierte von der Anhebung seines Ratings durch Ratingagenturen. Zusätzlich verfügt Griechenland über einen ausreichenden Liquiditätspuffer, was die Anschlussrisiken reduziert. Die Rückzahlungsrisiken bleiben angesichts der derzeit günstigen Marktbedingungen auf kurze Sicht begrenzt, wenn Griechenland weiterhin eine umsichtige Wirtschaftspolitik verfolgt.

**Mittel- bis langfristig – was unter dem Gesichtspunkt des Rückzahlungsprofils der EFSF- und ESM-Darlehen relevanter ist – sind die Rückzahlungsrisiken höher, wie im dritten Bericht über die verstärkte Überwachung ausführlich dargelegt ist.** Spätfolgen der Krise sind noch vorhanden und finden ihren Ausdruck in der hohen Staatsverschuldung, der hohen Zahl notleidender Kredite und der hohen Beschäftigungslosigkeit. Um diese Ungleichgewichte auf ein sichereres Ausmaß zu reduzieren,

---

vereinbarten mittelfristigen Maßnahmen zur Sicherstellung der Schuldentragfähigkeit vollständig umgesetzt werden. Aus Gründen der Kohärenz wird in der Analyse der SZR-Wechselkurs, der der Schuldentragfähigkeitsanalyse von Juni 2019 zugrunde lag, und somit eine vorzeitige Rückzahlung in Höhe von 2,2 Mrd. EUR verwendet (gegenüber den oben angegebenen 2,7 Mrd. EUR). Die Analyse lässt eine zusätzliche Inanspruchnahme des Liquiditätspuffers um 2,2 Mrd. EUR (verglichen mit Schuldentragfähigkeitsanalyse von Juni 2019) zur Deckung der vorzeitigen Rückzahlung zu.

muss wirtschaftliches Wachstum über viele Jahre erreicht werden, und das Resultat wird entscheidend davon abhängen, dass Griechenland auf der Grundlage der dauerhaften Erfüllung der Reformzusagen ein konstruktives Arbeitsverhältnis mit den Institutionen aufrechterhält. Die mittelfristige Rückzahlungsfähigkeit wird im Rahmen der vierten Mission verstärkter Überwachung abermals vertieft bewertet werden.

**Da die Transaktion lediglich vorsieht, die Rückzahlung des am höchsten verzinsten Teils des IWF-Darlehens vorzuziehen, wird sie keine Auswirkung auf die Beteiligung des IWF an der Nachprogrammüberwachung haben.** Mit oder ohne vorzeitige Rückzahlung behält Griechenland bis Dezember 2022 Darlehensverbindlichkeiten gegenüber dem IWF, die eine andauernde IWF-Überwachung implizieren. Die andauerende Beteiligung des IWF nach Auslaufen des Programmplanungszeitraums ist daher gewährleistet.

## VORZEITIGE RÜCKZAHLUNGSBEDINGUNGEN BEI ESM- BZW. EFSF-DARLEHEN

**Die vorzeitige Rückzahlung an den IWF setzt die Zustimmung der Direktorien von EFSF und ESM zu einem Verzicht auf die Verpflichtungen zu einer anteiligen vorzeitigen Rückzahlung voraus.** Die Darlehensvereinbarungen von EFSF und ESM enthalten Bestimmungen über eine obligatorische Rückzahlung für den Fall der Rückzahlung paralleler Darlehen des öffentlichen Sektors. Die vorzeitige Rückzahlung an den IWF würde Verpflichtungen im Rahmen dieser Bestimmungen auslösen, eine anteilige vorzeitige Rückzahlung sowohl an die EFSF als auch an den ESM in Höhe von etwa 25,1 % der EFSF-Gesamtforderung[10] und 32,4 % der ESM-Forderung zu leisten, was einer vorzeitigen Rückzahlung von 32,8 Mrd. EUR an die EFSF und 19,4 Mrd. EUR an den ESM (kumulativ 52,2 Mrd. EUR) entspricht. Diese Zahlungen sind für die Gläubigerstellung weder der EFSF noch des ESM wünschenswert und jedenfalls angesichts der involvierten hohen Beträge nicht praktikabel. Griechenland wäre nicht in der Lage, diese Zahlungsverpflichtung zu finanzieren, und EFSF und ESM wäre es aufgrund ihrer Finanzierungsstruktur und der Wirkung der kurzfristigen Schuldenerleichterungsmaßnahmen nicht möglich, diese hohen vorzeitigen Rückzahlungen kostenneutral entgegenzunehmen.

**Unter Berücksichtigung der Analyse des finanziellen Nutzens ist auch ein teilweiser Verzicht (d. h. eine teilweise Erfüllung entweder der gegenüber der EFSF oder der gegenüber dem ESM bestehenden Verpflichtung, im Falle einer vorzeitigen Rückzahlung an den IWF einen entsprechenden Betrag vorzeitig zurückzuzahlen) unter den aktuellen Umständen nicht wünschenswert. Diese Transaktion wäre mit Kosten in Höhe von 37 Mio. EUR verbunden, wenn poolfinanzierte Darlehen der EFSF zurückgezahlt werden, oder von 42 Mio. EUR, wenn poolfinanzierte ESM-Darlehen zurückgezahlt werden.**[11] Den Interessen sowohl der EFSF als auch des

[10] Die PSI-Darlehen (Restschuld 29,69 Mrd. EUR) sind in den Berechnungen der anteiligen Rückzahlung nicht enthalten, da die zugehörigen Vereinbarungen keine Verpflichtung zu einer obligatorischen Rückzahlung für den Fall einer vorzeitigen Rückzahlung eines IWF-Darlehens enthalten, d. h. die anteilige vorzeitige Rückzahlung gilt für 101,2 Mrd. EUR offener Verbindlichkeiten gegenüber der EFSF.

[11] Der durchschnittliche veranschlagte Zinssatz (einschl. Gebühren und Marge) für den Zeitraum Okt. 2019 - Jan. 2021 beträgt im Falle der EFSF 1,11 % und im Falle des ESM 0,83 %. Beide Sätze sind wesentlich niedriger als der Mischzinssatz der vorliegenden griechischen Anleiheemissionen des Jahres 2019 von 3,13 %, weswegen die Entscheidung für die vorzeitige Rückzahlung an EFSF/ESM vom Kostenaspekt her Verluste verursachen würde. Den Liquiditätspuffer aufzulösen, um eine vorzeitige Rückzahlung an EFSF oder ESM zu leisten, würde zwar nicht zu zusätzlichen Finanzierungskosten führen, gilt aber wie oben dargelegt aufgrund der Marktmeinung als nachteilig für Griechenlands Rückzahlungsfähigkeit.

ESM wird am besten Rechnung getragen, wenn Griechenland wie beantragt hochverzinste Darlehensbeträge vorzeitig an den IWF zurückzahlt, ohne parallele Zahlungen an die EFSF oder den ESM zu leisten.

**Demnach müssten der ESM wie auch die EFSF auf ihren jeweiligen Anspruch auf vorzeitige Rückzahlung verzichten.** Im Falle der EFSF ist hierfür die Zustimmung der Sicherungsgeber und des EFSF-Direktoriums erforderlich. Im Falle des ESM ist hierfür die Zustimmung des ESM-Direktoriums erforderlich. Nach Vorliegen dieser Zustimmungen würden die EFSF und der ESM jeweils vertragsgemäße Verzichterklärungen ausstellen, wodurch der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF nichts mehr im Wege stünde. Die Kommission hat mitgeteilt, dass bezüglich der GLF-Darlehen keine Verzichterklärung erforderlich ist.

## KONDITIONEN DER VERZICHTERKLÄRUNG

Da die vorzeitige Rückzahlung vor Jahresende erfolgen wird und angesichts der oben erläuterten Vorteile und Erwägungen im Zusammenhang mit der Transaktion, beabsichtigen EFSF und ESM, den Verzicht auf die Verpflichtung zu einer obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung vorzuschlagen, um die beantragte vorzeitige Teilrückzahlung an den IWF vorbehaltlos zu ermöglichen. Die Vorbehaltlosigkeit der Verzichterklärung beruht unter anderem auf der **Verpflichtung der griechischen Regierung zur Nachprogrammumsetzung, wie in den Antragsschreiben festgelegt, um künftige Risiken zu mindern.** Im Rahmen der laufenden vierten Nachprogrammüberprüfung (4$^{th}$ post-programme mission) werden derzeit aktuelle Entwicklungen und Maßnahmen bewertet. Der vierte Bericht über die verstärkte Überwachung wird für November erwartet.

## SCHLUSSFOLGERUNGEN

**Die beantragte vorzeitige Teilrückzahlung an den IWF dürfte die Finanzposition Griechenlands und seine Schuldentragfähigkeit verbessern**, da finanzielle Vorteile erzielt und die Wechselkursrisiken in Zusammenhang mit dem IWF-Darlehen abgeschwächt werden. Im Anschluss an die Verbesserung des Marktzugangs und des Anlegervertrauens konnte Griechenland beträchtliche Liquiditätspuffer aufbauen, die die vorzeitige Rückzahlung des am höchsten verzinsten Teils seines IWF-Darlehens ermöglichen. Die Rückzahlung an den IWF sorgt für Mitteleinsparungen und für eine weitere Streckung und Entzerrung des Rückzahlungsplans. Die Rückzahlung an den IWF ist auch aus der Gläubigersicht von EFSF und ESM vorteilhaft.

**Vor diesem Hintergrund und** vorbehaltlich der Bestätigung, dass **die griechische Regierung sich verpflichtet, zur Minderung künftiger Risiken die vereinbarten Reformen umzusetzen**, wird vorgeschlagen, dass die Direktorien von EFSF und ESM den Verzicht von EFSF und ESM auf ihren Anspruch auf obligatorische vorzeitige Rückzahlung genehmigen, um diese vorzeitige Rückzahlung an den IWF zu ermöglichen.

## ANLAGEN

**A.** Schuldentragfähigkeitsanalyse - Auswirkung der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF

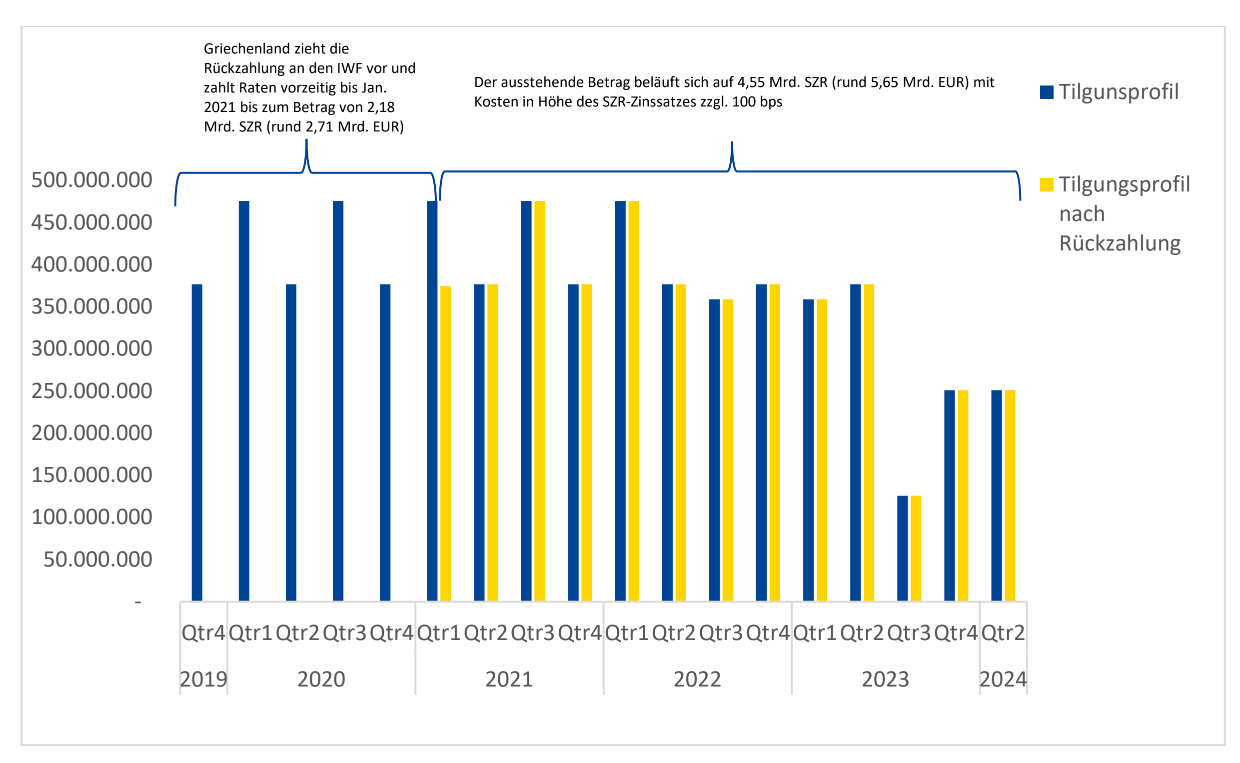
| | | 2019 | 2020 | 2025 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Debt-to-GDP | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance)** | 175.6 | 167.9 | 140.1 | 128.0 | 111.5 | 98.1 | 84.1 |
| | *Impact of IMF repayment* | *-1.1* | *-0.1* | *-1.1* | *-1.2* | *-1.6* | *-2.2* | *-3.0* |
| | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance) incl. IMF repayment** | 174.5 | 167.8 | 139.0 | 126.8 | 109.9 | 95.9 | 81.1 |
| GFN-to-GDP | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance)** | 12.5 | 7.8 | 8.1 | 8.8 | 14.0 | 15.8 | 16.5 |
| | *Impact of IMF repayment* | *0.0* | *0.0* | *-0.5* | *-0.4* | *-0.4* | *-0.5* | *-0.7* |
| | **June 2019 (3rd Enhanced Surveillance) incl. IMF repayment** | 12.5 | 7.8 | 7.6 | 8.4 | 13.6 | 15.3 | 15.9 |

**B.** Schuldentragfähigkeitsanalyse - Annahmen

| | | 2019 | 2020 | 2025 | 2030 | 2040 | 2050 | 2060 |
|---|---|---|---|---|---|---|---|---|
| Assumptions | **Real growth** | 2.2 | 2.2 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 | 1.0 |
| | **Deflator** | *1.2* | *1.3* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* | *2.0* |
| | **Primary balance** | 3.5 | 3.5 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 | 2.2 |

## C. IWF-Tilgungsprofil

Griechenland wird die vorzeitige Rückzahlung von IWF-Darlehen vorziehen. Die Raten bis Januar 2021 werden vorzeitig gezahlt. Das Tilgungsprofil vor und nach der vorzeitigen Rückzahlung kann der nachstehenden Graphik entnommen werden.




## D. Überblick über die Finanzposition Griechenlands beim IWF und die finanziellen Vorteile der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF

Die IWF-Schulden Griechenlands bestehen aus zwei Teilen: i) einem ersten Teil, der 187,5 % der Quote entspricht, sich damit auf 4,554 Mrd. SZR (rund 5,657 Mrd EUR) beziffert und Zinskosten von 1,91 % aufweist, und ii) einem zweiten Teil oberhalb der vorgenannten Quote, der sich auf 2,181 Mrd. SZR (rund 2,705 Mrd. EUR) beziffert und Zinskosten von 4,91 % aufweist. Der Mischzinssatz des ausstehenden IWF-Darlehens beträgt 2,88 % und wird nach erfolgter vorzeitiger Rückzahlung auf 1,91 % sinken.

Griechenland: Finanzposition beim IWF

| | SZR | Zinssatz | |
|---|---|---|---|
| Ausstehender Betrag der IWF-Fazilität | 6.735.641.679 | 2,88 % | Mischzinssatz |
| Quote Griechenland | 2.428.900.000 | | |
| 187,5 % der Quote | 4.554.187.500 | 1,91 % | SZR-Zinssatz plus 100 Basispunkte |
| Oberhalb der Quote | 2.181.454.179 | 4,91 % | SZR-Zinssatz plus 400 Basispunkte |

Schätzung der Einsparungen aus vorzeitiger Rückzahlung an den IWF

| | |
|---|---|
| IWF-Zinskosten (oberhalb von 187,5 % der Quote) | 4,91 % |
| Mischzins der griechischen Anleiheemissionen 2019 | 3,13 % |
| Höhe der vorzeitigen Rückzahlung (mit Zinskosten von 4,91 %) | 2,71 Mrd. EUR |
| Nettoeinsparungen* aus der vorzeitigen Rückzahlung an den IWF | 33,08 Mio. EUR |

*Obige Schätzung basiert auf der Annahme, dass die vorzeitige Rückzahlung an den IWF am 1.10.2019 erfolgt.



**By email**

To: **Hans Vijlbrief**
Chairman of the Eurogroup Working Group
Secretariat of the Eurogroup and the Eurogroup Working Group (EWG)
CHAR 14/055 (Rue de la Loi/Wetstraat 170)
B-1049 Brussels - Belgium

With copies to:

**The European Commission**
Directorate General Economic and Financial Affairs Unit
L-4 "Borrowing, lending, accounting and back office"
L-2920 Luxembourg
Attention: Head of Unit

**The European Central Bank**
Sonnemannstrasse 20
60314 Frankfurt am Main
Attention: Head of Financial Operations Services Division

3 October 2019

Dear Hans,

We are writing to you in connection with mandatory prepayment obligations that would arise under the agreements entered into between the European Financial Stability Facility (the "**EFSF**") and the Hellenic Republic in case of a voluntary early prepayment of a part of the IMF arrangement by the Hellenic Republic.

The EFSF received a request from the Hellenic Republic on 16 September 2019 – attached hereto as Annex I – to waive such mandatory prepayment obligations arising in connection with an envisaged voluntary prepayment to the IMF in an amount of up to SDR 2,182 million in 2019.

The proposed prepayment would also trigger proportionate prepayment obligations under the Hellenic Republic's agreements with the European Stability Mechanism. The Hellenic Republic is seeking a waiver of those obligations.

The current outstanding amount under the IMF arrangement is SDR 6,736 million. The proposed prepayment would reduce the total liability under the IMF arrangement to 187.5% of the Hellenic Republic's IMF quota, at SDR 4,554 million. The prepayment would be funded using proceeds of market issuances which have already been completed.

The EFSF is required by Article 9(2) of the EFSF Framework Agreement to inform the Guarantors of this request and to propose how to react to it.



The EFSF recommends that the Guarantors approve that the CEO of the EFSF provide a waiver of the mandatory prepayment provisions that may arise in connection with the prepayment proposed by the Hellenic Republic.

The EFSF requests you, as Chairman of the Eurogroup Working Group (the "**EWG**"), to coordinate the position of the Guarantors within the EWG framework regarding the situation and the EFSF's recommended response.

The Greek economy is gradually recovering and Greece once again overachieved its primary surplus target in 2018. The completion of specific reform commitments due for the end of 2018 allowed the implementation of additional debt measures in April 2019. Greece has also successfully completed several market issuances and benefited from upgrades from rating agencies. In addition, Greece holds an ample cash buffer reducing rollover risks. Repayment risks remain contained in the short term under the current favourable market conditions if Greece continues to implement the key reforms adopted under the ESM Programme and the agreed reform measures and policy commitments during the post-programme period.

The above recommendation takes into account the fact that the early prepayment is expected to generate a financial benefit for the Hellenic Republic by replacing a high-cost tranche of its IMF debt with proceeds of lower-cost market issuances. This tranche of IMF debt carries the highest cost of the Hellenic Republic's sovereign exposure (taking into account prepayment costs). The prepayment will extend and smoothen the repayment profile and is expected to be perceived positively from a market perspective.

The improvement in the Hellenic Republic's debt position from prepaying the IMF is consistent with the EFSF's interests even if the proportionate prepayment obligations are waived. The EFSF's long-term position relies on sustained growth in the Hellenic Republic. The above recommendation is also based on the Hellenic Republic's ongoing commitment to work closely with its international partners with a view to implementing the agreed reforms and to ensure the Hellenic Republic's long-term growth and debt sustainability.

The EFSF awaits the result of the Eurogroup Working Group discussions and further instructions as to the Guarantors' coordinated position on the matter. We remain available for any questions or clarifications required by the concerned parties.

Yours faithfully,

David Eatough
Member of the Management Board
General Counsel

Nicola Giammarioli
Secretary General



European Financial Stability Facility
6a, Circuit de la Foire Internationale, L-1347 Luxembourg · Telephone (+352) 260 962 0 · Fax (+352) 260 911 706 · www.efsf.europa.eu





**Per E-Mail**

An: **Hans Vijlbrief**
Vorsitzender der Eurogruppen-Arbeitsgruppe
Sekretariat der Eurogruppe und der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (EAG)
CHAR 14/055 (Rue de la Loi/Wetstraat 170)
B-1049 Brüssel – Belgien

Kopien an:

**Die Europäische Kommission**
Generaldirektion Wirtschaft und Finanzen
Referat L-4 „Anleihen, Kreditgewährung, Rechnungswesen und Back Office"
L-2920 Luxemburg
z. H.: Referatsleiter

**Die Europäische Zentralbank**
Sonnemannstraße 20
60314 Frankfurt am Main
z. H.: Referatsleiter Finanzoperationen

3. Oktober 2019

Anrede

Wir wenden uns heute an Sie im Zusammenhang mit Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung, die nach den Verträgen zwischen der Europäischen Finanzstabilisierungsfazilität (**„EFSF"**) und der Hellenischen Republik im Fall einer freiwilligen vorzeitigen Rückzahlung eines Teils der IWF-Vereinbarung durch die Hellenische Republik entstehen würden.

Die EFSF hat am 16. September 2019 den diesem Schreiben als Anlage I beigefügten Antrag der Hellenischen Republik erhalten, auf entsprechende Verpflichtungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung zu verzichten, die im Zusammenhang mit einer angestrebten freiwilligen vorzeitigen Rückzahlung an den IWF in Höhe von bis zu 2,182 Mrd. SZR im Jahr 2019 entstehen.

Die beantragte vorzeitige Rückzahlung würde auch im Rahmen der Verträge der Hellenischen Republik mit dem Europäischen Stabilitätsmechanismus Verpflichtungen zu einer entsprechenden teilweisen vorzeitigen Rückzahlung begründen. Die Hellenische Republik hat um einen Verzicht auf diese Verpflichtungen ersucht.

Der im Rahmen der IWF-Vereinbarung derzeit ausstehende Betrag beläuft sich auf 6,736 Mrd. SZR. Durch die beantragte vorzeitige Rückzahlung würde sich die Gesamtverbindlichkeit im Rahmen der IWF-Vereinbarung auf 187,5 % der IWF-Quote der Hellenischen Republik, d. h. 4,554 Mrd. SZR, verringern. Die vorzeitige Rückzahlung würde mit Erlösen aus bereits vollständig durchgeführten Marktemissionen finanziert werden.

Nach Art. 9 Abs. 2 des EFSF-Rahmenvertrags muss die EFSF die Sicherungsgeber über diesen Antrag informieren und einen Vorschlag für die Antwort darauf unterbreiten.

Die EFSF empfiehlt den Sicherungsgebern, dem CEO der EFSF die Genehmigung zu erteilen, einen Verzicht auf die Bestimmungen zur obligatorischen vorzeitigen Rückzahlung zu erklären, die im Zusammenhang mit der von der Hellenischen Republik beantragten vorzeitigen Rückzahlung entstehen können.

Die EFSF ersucht Sie als Vorsitzenden der Eurogruppen-Arbeitsgruppe (**„EAG“**), die Haltung der Sicherungsgeber innerhalb des EAG-Rahmens bezüglich der Situation und der von der EFSF empfohlenen Antwort abzustimmen.

Die griechische Wirtschaft erholt sich allmählich, und im Jahr 2018 hat Griechenland sein Primärüberschussziel erneut übertroffen. Konkrete Reformzusagen für Ende 2018 wurden erfüllt, weshalb im April 2019 zusätzliche Schuldenmaßnahmen durchgeführt werden konnten. Zudem hat Griechenland mehrere Marktemissionen erfolgreich abgeschlossen und von Anhebungen seines Ratings durch Ratingagenturen profitiert. Darüber hinaus verfügt das Land über einen ausreichenden Liquiditätspuffer, was die Anschlussfinanzierungsrisiken reduziert. Angesichts der günstigen aktuellen Marktbedingungen sind die Rückzahlungsrisiken auf kurze Sicht begrenzt, wenn Griechenland die im Rahmen des ESM-Programms verabschiedeten Schlüsselreformen sowie die vereinbarten Reformmaßnahmen und politischen Zusagen während der Nachprogrammzeitraums weiter umsetzt.

In der obigen Empfehlung ist berücksichtigt, dass die vorzeitige Rückzahlung für die Hellenische Republik finanziell vorteilhaft sein dürfte, da eine teure Tranche ihrer IWF-Schulden durch Erlöse aus kostengünstigeren Marktemissionen ersetzt wird. Die betreffende Tranche der IWF-Schulden ist der teuerste Teil der Staatsverschuldung der Hellenischen Republik (unter Berücksichtigung der Kosten einer vorzeitigen Rückzahlung). Die vorzeitige Rückzahlung wird das Rückzahlungsprofil strecken und glätten und vom Markt voraussichtlich positiv aufgenommen werden.

Die Verbesserung der Schuldenlage der Hellenischen Republik durch eine vorzeitige Rückzahlung an den IWF liegt auch im Fall eines Verzichts auf die Verpflichtungen zur entsprechenden teilweisen vorzeitigen Rückzahlung im Interesse der EFSF. Die langfristige Position der EFSF ist von einem nachhaltigen Wachstum in Griechenland abhängig. Die obige Empfehlung stützt sich auch auf die fortbestehende Zusage der Hellenischen Republik, bei der Umsetzung der vereinbarten Reformen eng mit ihren internationalen Partnern zusammenzuarbeiten und das langfristige Wachstum sowie die langfristige Schuldentragfähigkeit Griechenlands sicherzustellen.

Die EFSF sieht dem Ergebnis der Erörterungen der Eurogruppen-Arbeitsgruppe und weiteren Unterrichtungen über die abgestimmte Haltung der Sicherungsgeber in dieser Angelegenheit entgegen. Für Fragen oder Erläuterungen stehen wir den Beteiligten gerne zur Verfügung.

Grußformel

[Unterschrift]
David Eatough
Mitglied der Geschäftsführung
Justiziar

[Unterschrift]
Nicola Giammarioli
Generalsekretär